

La crise financière : enseignement et perspectives

Intervention d'Olivier KLEIN au Cercle Pierre Mendès France de Lyon le 17 avril 2014

J'articulerai mon propos autour de trois axes :

- Les causes de la grande crise financière et économique de 2007-2009
- Les causes de la crise de la Zone Euro
- Les enseignements. Quels enseignements peut-on en tirer ? Les a-t-on tirés ? A-t-on résolu cette crise ou peut-elle rebondir ?

1) Les causes de la crise financière de 2007-2009

- Remontons un peu en amont pour tenter d'expliquer d'où vient cette crise. Et tout d'abord au violent krach de 2000 qui correspond à l'éclatement de la bulle technologique. Le CAC 40 en juin 2000 était à 7000 et en mars 2003 à 2300. C'est donc un krach boursier gigantesque. Rappelons qu'il y a eu, entre 2000 et 2003, le 11 septembre 2001 aux Etats-Unis, qui a sapé un peu plus les bases de la confiance. En 2002-2003 en outre, a été découvert qu'un certain nombre d'entreprises, et parfois parmi les plus grandes, avaient cédé à la créativité comptable. On se rappelle des bilans falsifiés d'ENRON, de WORLDCOM ou de PARMALAT, par exemple. Cela avait entraîné une crise de confiance considérable et une violente crise du crédit, puisqu'en 2003 il y a eu une quasi-disparition de la liquidité sur le marché des obligations d'entreprises. Tous les grands groupes quasiment ne pouvaient pratiquement plus emprunter sur les marchés financiers et leur prime de risque s'est élevée vertigineusement.

Ces événements conjugués ont conduit à une forte récession et à une crainte de déflation qui n'était pas feinte. Heureusement, la FED et les différentes banques centrales ont réagi fortement et assez rapidement en lâchant les liquidités et en baissant les taux. Rappelons que le taux directeur de la FED en 2000 était à 6%/7% et qu'en 2003 il était à 1%. Une division quasiment par 7 des taux d'intérêts en très peu de temps. Cela mesure aussi l'importance de la crise. Avec l'intervention indispensable de la FED et des autres banques centrales, on a connu un environnement de taux bas jusqu'en 2004 et on a réussi à éviter une récession mondiale plus forte encore. L'action sur les taux d'intérêt a en effet soutenu, en l'occurrence, pas tant le marché des actions que le marché de l'immobilier, ce qui a permis, par un effet richesse, au consommateur américain de servir de « consommateur en dernier ressort ». Ainsi, fin 2003-début 2004, la croissance est repartie.

- Le deuxième élément de contexte, est la mondialisation, qui contribue également à expliquer la crise de 2007-2009. La mondialisation est évidemment le fait des pays émergents, qui choisissent un mode de développement, à partir des années 2000, très différent que celui choisi par les pays asiatiques, avant qu'il n'échoue avec la crise de 1997-1998. Ce dernier était fondé sur la consommation interne et a buté sur des contraintes de balances courantes, avec un retournement très brutal des marchés de capitaux trop euphoriques antérieurement. En 1997, on a vu se retirer soudainement, et avec un effet de panique, les capitaux qui s'étaient investis à court terme dans les pays émergents, à la recherche de rendements élevés. Les pays émergents, et notamment asiatiques, en tirant la leçon, ont cherché un autre mode de développement leur étant plus favorable. Ils ont adopté un modèle fondé sur l'exportation, en allant chercher la demande des pays développés. Cela est totalement légitime et rationnellement fondé sur leurs avantages comparatifs, qui étaient un faible coût du travail, donc des prix très compétitifs sur certaines gammes de produits. Le modèle s'est également développé sur la base de devises sous-évaluées pour faciliter leurs exportations, donc pour soutenir leur dynamique de croissance. Durant les années 2000, les capacités de production des émergents se sont accrues fortement. Dès lors, l'offre mondiale a fini par connaître des surcapacités de production importantes, puisque simultanément les pays développés, qui se faisaient en conséquence contester leur propre production sur certaines gammes, n'ont évidemment pas baissé leur propre niveau de production à due proportion. Et la demande interne des pays émergents ne tirait pas encore la croissance mondiale par un surcroît de demande suffisante.

L'offre mondiale de biens et services s'est ainsi retrouvée supérieure à la demande, avec pour corollaire une épargne mondiale très forte et supérieure à l'investissement. C'est ce que Bernanke, l'ancien président de la FED, quand il était encore professeur, a appelé le « saving glut », « l'excès d'épargne ». Effectivement, les pays émergents eux-mêmes épargnaient beaucoup puisqu'ils ne consommaient que peu, avec des revenus en accroissement. Ils ont ainsi dégagé des excédents d'épargne considérables qui n'étaient pas suffisamment absorbés par un surcroît d'investissement interne. Les taux d'intérêts ont donc été structurellement bas parce que les capacités de financement mondiales étaient supérieures aux besoins de financement.

Dans le même temps, les salaires réels des pays développés augmentaient très peu, voire pas, car la compétition mondiale salariale sur des branches d'activités données, sur les gammes de produits concernées, ne permettaient pas de continuer à autoriser des augmentations de pouvoir d'achat régulières. Cela a donc conduit à nouveau à une inflation très basse et à des taux d'intérêts très bas.

- Troisième élément de contexte : le refinancement automatique du déficit de la balance courante américaine, qui est la contrepartie de ce qui précède. La Chine, les pays pétroliers et d'autres pays émergents décident, comme nous venons de le voir, de développer leur croissance par l'augmentation de leurs exportations, avec une consommation interne

encore faible. Ils connaissent donc une croissance des excédents courants de leur balance des paiements. Symétriquement, les Etats-Unis connaissent en conséquence des balances courantes de plus en plus déficitaires. Mais, avec en outre des cours de change maintenus volontairement sous-évalués, ces déficits accentués n'agissent pas comme une contrainte pour une raison très simple : au fur et à mesure que les Chinois accumulent des réserves de change, par accumulation des excédents courants, ils les placent aux Etats-Unis. Donc ces capitaux se replacent aux Etats-Unis spontanément, finançant au fond sans douleur l'accroissement des dettes américaines (des particuliers, des entreprises, voire des Etats). Il y a en quelque sorte un recyclage automatique des excédents des pays émergents vers les pays déficitaires, et, en premier lieu, vers les Etats-Unis. Les taux longs, ici encore, restent donc très bas, puisque les dettes additionnelles américaines sont refinancées sans aucune difficulté, sans aucune tension. Et, dès début 2004, dès le retour de croissance, bien que la FED remonte ses taux courts de façon importante, jusqu'à 5%, les taux longs eux ne remontent pas ou peu. Cette décorrélation historique entre le mouvement des taux longs et celui des taux courts fait parler Greenspan, alors patron de la Banque Centrale américaine, de « conundrum », c'est-à-dire d'énigme. L'énigme était la suivante : « Comment, alors que la FED remonte significativement ses taux courts, les taux longs ne montent-ils pas de façon automatique ? ». La raison n'était probablement pas si énigmatique, comme nous l'avons vu.

Les conséquences du côté des emprunteurs privés ont été un endettement très facilité par des taux plus bas que le taux de croissance nominale, de 2003 à 2007. D'une certaine manière, tout s'est passé comme si au fond la surproduction mondiale née de la mondialisation, mondialisation non régulée, avait été occultée par l'accroissement de la consommation dans les pays développés, mais sur base d'un endettement progressivement insoutenable, c'est-à-dire débouchant sur une situation de réel surendettement. L'augmentation de l'endettement des uns et des autres, sur fond de stagnation des pouvoirs d'achat dans les pays développés, a soutenu très artificiellement des niveaux de croissance qui sinon n'auraient pas pu être atteints.

L'endettement des ménages aux Etats-Unis en 2000 était de 100% de leur revenu disponible, en 2007 il était de 140%. En Espagne ou en Grande Bretagne, il est passé de 100% à 170%. En France, de 55% à 70% et, dans la Zone Euro de 65% à 85%. Le seul pays qui n'a pas connu d'augmentation de taux d'endettement des ménages est l'Allemagne : 70% en 2000, de même qu'en 2007.

Le taux d'endettement des entreprises est également monté de façon significative entre 2000 et 2007. Avec le retour à la croissance à partir de 2004, les emprunteurs comme les prêteurs sont entrés dans une phase euphorique oubliant les règles de prudence traditionnelles tant quant aux niveaux d'endettement, qui ont dépassé leur moyenne historique, que quant aux primes de risque qui se sont abaissées dangereusement, comme dans toute bulle de crédit. C'est l'effet d'un biais cognitif, bien connu que l'on appelle « l'aveuglement au désastre ». On oublie, en effet, au fur et à mesure de l'éloignement de la dernière grande crise, le fait qu'une

nouvelle crise de forte ampleur peut survenir à nouveau, de même que l'on oublie ses conséquences désastreuses. Plus le temps passe, moins on sait probabiliser le retour d'une crise catastrophique. De ce fait, dans le domaine financier, on accumule des dettes progressivement, donc des positions fragiles, qui évidemment se révéleront dangereuses quand la bulle crèvera avec le retournement de la conjoncture. Les banques, mais aussi les prêteurs de marché, abaissent leurs conditions d'octroi de crédit, commençant à demander moins de garanties, à accepter des marges plus faibles. La sélection devient moins forte, le niveau de levier monte. Parallèlement, les emprunteurs oublient les règles de prudence élémentaires.

Ajoutons que depuis le milieu des années 90, avec une accélération dans les années 2000, on a connu un phénomène qui a facilité cet endettement : la titrisation. La titrisation consiste, en effet, à sortir du bilan des banques des crédits pour en faire des objets marchands et à les vendre à des investisseurs financiers ou indirectement à des particuliers. A partir de 2005, la titrisation a connu une trajectoire exponentielle, notamment dans les banques américaines. Les titrisations non réglementées se sont faites de la façon la plus anarchique qui soit. On a vu des titrisations de créances peu homogènes, des titrisations de titrisations ... La complexité ajoutée à l'opacité a conduit à une très grande difficulté à apprécier la véritable valeur de ces placements. En outre, la titrisation a permis à certaines banques de ne pas se sentir responsables des crédits qu'elles octroyaient. En effet, si une banque fait un crédit qu'elle titrise et revend ainsi peu après, elle peut s'exonérer tout à la fois d'une analyse sérieuse des risques de l'emprunteur comme du suivi (« monitoring ») du client emprunteur. Or il fait partie du rôle économique des banques de suivre et de conseiller le client ne serait-ce que pour éviter qu'il ne se surendette, qu'il s'agisse d'une entreprise comme d'un particulier. Se généralise alors, dans certains types de banques, un comportement dit « d'aléa moral », puisqu'elles engendrent un surcroît de risque pour le système économique de par leurs propres actions. Enfin, la dissémination des objets titrisés au sein d'investisseurs non avertis comme prétendument avertis conduit à une incertitude générale sur qui détient le risque, sur les effets systémiques ou non de cette situation, donc au total ne permet plus d'avoir une véritable supervision prudentielle. La théorie économique et financière traditionnelle, qui suppose qu'une diffusion large du risque est meilleure qu'une concentration dans des banques supervisées et professionnalisées pour les gérer, s'est révélée totalement erronée. Les montages de plus en plus sophistiqués (CDO, CDO de CDO, etc.) ont permis à de nombreuses banques d'investissement d'engranger des revenus croissants, puisque c'était elles qui en faisaient l'ingénierie financière, en en assurant le montage. Côté américain, le paroxysme de la titrisation a consisté dans le montage de certains crédits subprime. Dans nombre de cas, des crédits immobiliers étaient proposés à des personnes qui n'avaient pas les revenus pour pouvoir les rembourser. On a parlé à cet effet de crédits NINJA pour « No Income, no Job, no Asset ». Tout reposait sur l'idée que l'immobilier devait connaître une évolution haussière de son prix permanente et qu'il suffirait de revendre le bien pour pouvoir rembourser, indépendamment des revenus récurrents des ménages. Au moment où ces titrisations se sont révélées problématiques, les détenteurs de ces véhicules de titrisation cherchant à se faire rembourser par le débiteur se sont parfois aperçus que même les

documents contractuels n'existaient pas. C'était donc non seulement « No Income, no Job, no Asset », mais aussi parfois « No Document ».

Les investisseurs, qu'ils aient été particuliers ou spécialistes, ont été pris par un biais cognitif bien classique : l'effet d'ancrage. Effectivement, jusqu'à la fin des années 80, les taux d'intérêt longs s'établissaient à des niveaux très élevés. Les années 90 et 2000 n'ont cessé de voir ces taux baisser régulièrement et fortement. Les investisseurs avaient en tête (c'est l'effet d'ancrage) des taux de rendement beaucoup plus élevés que ceux qui leur étaient proposés et qui étaient compatibles alors avec le taux de croissance économique et le taux d'inflation. Ils étaient donc en attente de proposition de rendement satisfaisant à leurs yeux, quitte à ne pas chercher à comprendre comment ces taux de rendement « anormaux » étaient possibles. C'est-à-dire quitte à ignorer un peu trop facilement le niveau de risque incorporé dans le placement, par des niveaux d'endettement élevé ou des cascades d'endettement, par exemple. Certaines entreprises, quant à elles, acceptaient d'élever leur niveau d'endettement afin de présenter un taux de rendement sur leurs actions (ROE) compatible avec les attentes des investisseurs, au prix parfois d'acrobaties comptables ou financières.

La période 2003-2004 jusqu'à 2007 a donc été une phase euphorique, peu différente en réalité des phases euphoriques du XIX^{ème} siècle ou de la première moitié du XX^{ème} siècle. Elles se composent de bulles de crédit, de bulles immobilières et / ou de bulles sur les actions. Dans la phase récente, nous avons assisté à une bulle immobilière et à une bulle de crédit, qui se sont auto-entretenues. Dans toutes ces phases euphoriques, l'aveuglement au désastre, (« desaster myopia ») s'amplifie. Les comportements de prévention s'émeussent alors au fur et à mesure du temps, provoquant de ce fait la possibilité même d'un retour de ces crises.

Pour conclure cette première partie, notons que la crise de 2007-2009 est bien une répétition de l'histoire, aggravée par un élément nouveau qu'est la titrisation. On a en effet connu une crise immobilière peu banale aux Etats-Unis, en Angleterre et en Espagne notamment. Conjointement, on a vu une crise de l'endettement et du levier (« leverage »), suivie naturellement d'un désendettement et d'un « deleveraging » généralisés qui se poursuivent encore et qui laissent à penser que pendant un temps certain la croissance devrait être très faible. Ajoutons encore qu'une crise majeure de liquidité s'est faite jour, entremêlée à la crise de l'immobilier et à la crise du crédit et de l'endettement.

En 2008, survenait une crise de liquidité d'une violence inouïe. Face à l'incertitude fondamentale quant à qui détenait quoi et quant au contenu même des titrisations, plus personne ne voulait prêter à personne. Le marché inter-bancaire notamment était totalement figé. Si les banques centrales n'étaient pas intervenues massivement, il n'y aurait plus de banques. Une très grave crise de liquidité est également apparue en 2010-2011 pour les banques de la Zone Euro.

La globalisation financière mal régulée, à partir de 1987, a entraîné de facto la réapparition et la répétition de crises systémiques qui ont vu s'entremêler les trois formes de crises financières précitées.

II) Analyse de la crise de la Zone Euro

Je vais à présent faire porter l'analyse sur la crise de la Zone Euro. On pourrait dire que la crise de la Zone Euro est la conséquence de la crise financière mondiale précédente. Je ne suis pas totalement d'accord avec cette assertion. Pour autant un certains arguments sont vrais : les Etats ont connu un endettement public qui est monté à partir de la crise de 2008-2009, car d'une part certains Etats ont apporté des fonds à leurs banques pour les sauver, et d'autre part, la croissance s'étant effondrée, les Etats ont essayé de lutter de façon contracyclique et ont dépensé beaucoup plus, ce qui était assez légitime. Cependant, dans les pays européens, cet accroissement des dépenses est venu s'ajouter dans certains cas à des dérives des finances publiques largement antérieures. La France, par exemple n'a pas connu de budget équilibré depuis 1974. Je crois beaucoup à l'efficacité de la politique budgétaire, et à l'utilité des déficits publics, mais à une seule condition, qu'ils soient temporaires et que lorsque la conjoncture s'améliore on connaisse des excédents. Cela permet de s'endetter en temps utiles et de rembourser cet excès d'endettement quand les temps sont meilleurs. Des déficits permanents épuisent en réalité la politique budgétaire, car lorsque les niveaux d'endettement publics sont trop élevés, l'arme budgétaire n'est plus utilisable. La crise de la dette publique en Zone Euro, n'est cependant pas la simple conséquence de la crise financière précédente, puisque la même augmentation des taux d'endettement public, succédant à celle de l'endettement privé n'a pas posé les mêmes problèmes fondamentaux aux Etats-Unis, au Japon, ou ailleurs. Il y a bien un problème idiosyncratique de la Zone Euro. Pourquoi ? En consolidé, en effet, la Zone Euro ne connaîtrait pas de problème. Sa situation serait même meilleure que celle des Etats-Unis, et nettement meilleure que celle du Japon.

La création de la Zone Euro était un pari très intéressant et porteur, sous réserve soit de la compléter des ingrédients vitaux qui lui manquaient, soit de n'y faire entrer que des pays connaissant durablement une convergence économique forte. Deux écoles de pensée s'opposaient donc à la création de l'euro. Celle qui imaginait, dans la lignée de la création de l'Europe depuis l'origine, que les avancées économiques entraîneraient les avancées politiques. En effet, si une zone monétaire incorpore des pays qui ne sont pas tous semblables en termes de niveau économique comme d'évolution conjoncturelle, il est indispensable alors pour qu'une telle zone monétaire puisse fonctionner efficacement et durablement qu'elle connaisse trois attributs :

- Une coordination des politiques économiques des pays composant la zone monétaire,

- Un système de transferts fiscaux permettant, ainsi que cela se passe aux Etats-Unis, d'aider un Etat en difficulté transitoire, grâce à l'existence d'un budget fédéral,
- Une mobilité de la main d'œuvre entre différents pays en fonction de l'évolution de leurs conjonctures réciproques, afin de ne pas accumuler de zone de chômage dans les Etats connaissant une phase conjoncturelle plus difficile.

Sous ces conditions, la création d'une monnaie unique facilite tout à la fois le commerce intra-zone et la stabilité des anticipations des acteurs économiques. Mais surtout, elle présente un intérêt fort, celui d'analyser la balance courante aux bornes de la zone monétaire et non de chacun des Etats la composant. Ce qui permet de ne pas freiner immédiatement la croissance d'un état qui connaîtrait une conjoncture économique plus favorable que les autres, par exemple du fait de sa démographie, alors que si la contrainte extérieure s'exerçait à ses bornes à lui, un tel différentiel de croissance entraînerait immédiatement un déficit de la balance courante qui nécessiterait tôt ou tard une politique restrictive pour rétablir l'équilibre de ses importations et de ses exportations. C'est ce bon cas de figure qui fonctionne entre les différents Etats des Etats-Unis.

La Zone Euro, malheureusement, ne comporte aucun de ces attributs :

- la mobilité de la main d'œuvre : en Europe, elle est freinée car on y parle des langues différentes. Aux Etats-Unis, l'anglais est la langue parlée par tous. Cela facilite la mobilité. Historiquement, la mobilité géographique y est également plus forte qu'en Europe,
- la coordination des politiques économiques : en Europe, il n'y a pas de gouvernement économique. Seule la France semble désirer un gouvernement économique européen, quelle que soit la couleur politique de son gouvernement. Il n'y a donc pas à proprement parler de coordination construite et obligatoire des politiques économiques qui permettrait, le cas échéant, d'organiser une relance en Allemagne pendant que les pays du sud seraient contraints de freiner pour rétablir les équilibres budgétaires, afin d'adoucir les effets économiques et sociaux de ce freinage,
- les transferts budgétaires : le budget européen s'élève à environ 1% du PIB de l'Union Européenne. Et chacun des pays et des peuples ne se sent pas solidaire des autres et n'accepte pas l'idée d'un transfert nécessaire au bon fonctionnement de la zone monétaire. Evidemment, pour que de tels transferts existent, une condition nécessaire mais malheureusement insuffisante consiste à mettre en place une supervision fédérale des budgets nationaux. En effet, aucun peuple ne peut être solidaire s'il pense que cette solidarité est sans fond, voire incite même certains autres peuples à n'exercer sur eux-mêmes aucune discipline et favorise donc par là même un comportement d'aléa moral. Mais cette condition de supervision n'est pas suffisante, manque en Europe manifestement, pour des raisons historiques, comme certainement pour des raisons de volonté politique, une envie de partage, un désir de solidarité entre les Nations, facilités par un sentiment d'appartenance à une même communauté d'intérêts partagés.

Sans mobilité de la main d'œuvre, sans coordination des politiques monétaires et sans transferts budgétaires, le seul mode d'ajustement restant, en cas de choc asymétrique entre les pays de la zone, est pour les pays en difficulté de rechercher le moins disant social, le moins disant économique et le moins disant réglementaire. Chercher à faire de la dévaluation interne, puisque l'ajustement par le mouvement du cours de change n'est plus envisageable. Ce nouveau mode de régulation et d'ajustement conduit alors à un déficit de croissance durable dans la zone et à des difficultés sociales et politiques à moyen ou long terme devant l'obligation permanente de s'ajuster par le bas.

Cela ne signifie en rien que dans une zone monétaire complète les pays peuvent se permettre un quelconque laxisme ou qu'ils soient exonérés des réformes structurelles indispensables à la recherche de la compétitivité et au réhaussement de leur potentiel de croissance. Une zone monétaire complète ne les exonérerait pas davantage des efforts pour supprimer le caractère insoutenable de leur déficit et de leur dette publics. Mais à supposer que tous les pays aient réalisé leurs réformes structurelles, il n'en reste pas moins qu'une zone monétaire incomplète, c'est-à-dire sans les attributs pré-cités, conduit inéluctablement à des pressions déflationnistes au sein de la zone. La Zone Euro est incomplète et comporte ce biais dangereux.

La deuxième école de pensée, à la création de la Zone Euro, reposait sur le postulat que toute forme de fédéralisme n'était soit pas souhaitable, soit pas réaliste. Les attributs d'une Zone Euro complète n'étaient donc, selon eux, pas envisageables. La solution consistait donc à faire en sorte que tous les pays participant à la zone soient semblables et partagent la même conjoncture. Aussi était-il nécessaire qu'ils respectent des critères de convergence (sur les taux d'inflation, sur les déficits publics, comme les dettes publiques) au moment de l'entrée dans la zone, comme par la suite. Ce faisant, cette école de pensée faisait elle-même plusieurs erreurs qui se sont avérées en tant que telles, au fil du temps.

La première erreur tient au fait que l'on a laissé rentrer dans la zone des pays qui n'étaient pas convergents. Soit parce qu'ils avaient « arrangé » leurs statistiques, et qu'on ne le savait pas, soit même parce qu'ils l'avaient fait, et qu'on le savait.

La deuxième erreur est que l'on n'a pas compris qu'une zone monétaire conduisait très probablement à une polarisation industrielle. Avec une monnaie unique, en effet, par construction il n'y a plus de variation de cours de change entre les pays participants. Cela induit de la part des entreprises la possibilité de ne produire que dans un seul pays de la zone pour profiter des meilleures conditions de production. Ces entreprises n'ont donc plus à s'implanter directement dans les différents grands pays concernés dans le but de ne pas avoir à subir des variations de cours de change capables d'abîmer la compétitivité de leurs usines.

Ajoutons qu'une seule politique monétaire pour des pays connaissant des situations divergentes peut aggraver ces divergences. En Espagne, par exemple, qui a connu un taux de croissance et d'inflation plus élevé que ceux de l'Allemagne, le taux d'intérêt fixé par la Banque

Centrale Européenne pour l'ensemble de la zone s'est établi à un niveau inférieur à celui souhaitable pour l'Espagne elle-même, ce qui a permis un endettement sans douleur qui a favorisé notamment la bulle immobilière. Et pendant un temps long, un taux de croissance y a été tiré par l'accroissement de l'endettement des ménages, comme des entreprises.

La troisième erreur était une erreur de marché. Les marchés financiers, contrairement à la théorie traditionnelle, ne sont pas omniscients. Ils ne se trompent pas en permanence, mais ils se trompent souvent. Et en l'occurrence, avec la création de la Zone Euro, ils ont cru que la balance courante grecque ou espagnole ne devait pas être supervisée en tant que telle. Ils ont donc fait converger les taux longs de tous les pays de la zone vers le taux allemand. En conséquence, il n'y a eu aucun coup de semonce des marchés, aucun avertissement quant aux trajectoires non soutenables de certains pays de la zone. Les marchés n'ont pas joué leur rôle. Si, préalablement à l'avènement de la crise, les marchés avaient tiré les sonnettes d'alarme en faisant monter les taux d'intérêts longs pour avertir que leur risque s'élevait, eu égard à un endettement intérieur et à un déficit de balance courante difficilement soutenables, une contrainte macro-financière aurait alors pu s'exercer en amont et permettre d'éviter pour tout ou partie la crise.

En 2010, les marchés ont finalement pris conscience brutalement du fait de la divergence croissante de la Zone Euro et de son incapacité à s'autoréguler. Les deux écoles de pensée avaient en réalité failli. Aucun traitement de ce genre de situation n'avait été prévu par les autorités publiques, quelles qu'elles soient, au sein de la Zone Euro. De ce fait, pendant trop longtemps, la crise grecque a-t-elle était niée. Puis, lorsqu'elle a été reconnue comme un problème grave, trop de temps s'est écoulé pour la traiter.

Mais surtout, eu égard à l'absence des attributs précités constituant une zone monétaire complète, nous n'avons connu ni véritable coordination économique ni transferts assumés de subsides publics de pays les mieux lotis vers les pays les moins bien lotis, comme cela se fait pourtant utilement au sein des Etats-Unis. Au-delà de la question spécifique de la Grèce, qui n'avait que très peu respecté les règles de base et de bon sens économique, le seul mode d'ajustement au sein de la Zone Euro s'est révélé être la demande d'efforts considérables à réaliser par chaque pays en difficulté pour abaisser les dépenses publiques, monter la pression fiscale et pour retrouver de la compétitivité par une dévaluation interne à la zone, c'est-à-dire par abaissement des coûts. Cela conduit certes à un affaissement de la demande, qui à son tour permet rapidement une baisse des importations et de ce fait une réduction drastique du déficit courant. Mais ce genre de politique, en outre menée dans plusieurs pays à la fois, conduit inéluctablement à un ralentissement généralisé de la croissance. Or, les recettes fiscales sont liées au niveau de croissance. On a donc eu une sorte de course-poursuite entre, d'un côté, la baisse des dépenses publiques associée à la compression des coûts et à l'augmentation des impôts, et, de l'autre, les moindres recettes fiscales dues au ralentissement induit de la croissance. Cela ne signifie en rien pour autant que les réformes structurelles n'étaient pas strictement indispensables pour les pays concernés, car seules ces

réformes sont susceptibles de rehausser le potentiel de croissance et d'assainir en profondeur la situation, en passant d'une croissance tirée par l'endettement à une croissance fondée sur les gains de productivité, l'innovation et la mobilisation de la population active. Toutefois, ces réformes structurelles, pour être réussies et acceptées, doivent être accompagnées d'une politique conjoncturelle qui ne soit pas elle-même dépressive.

La Zone Euro, face à ce manque d'institutions permettant la régulation, a alors connu la mise en place de deux cercles vicieux.

Le premier cercle vicieux est celui de la dette publique et des taux d'intérêt. Les politiques de dévaluation compétitive interne et d'abaissement des dépenses publiques, comme décrit ci-dessus, ont pour effet de comprimer la demande et d'affaiblir la croissance, ce qui à son tour ne permet pas de faire rentrer les impôts au niveau espéré, donc de réduire autant que prévu les déficits budgétaires. La dette publique continuant ainsi d'augmenter, les marchés financiers accroissent leur méfiance quant à la soutenabilité de la trajectoire des finances publiques des pays en question. Ils font alors augmenter brutalement les taux d'intérêt longs de ces pays, accroissant en spirale les déficits publics de ces mêmes pays, leurs Etats devant emprunter de plus en plus cher. Le premier cercle vicieux se boucle alors de façon fatale.

Le deuxième cercle vicieux est celui qui relie les Etats aux banques. Les banques européennes détiennent en général des dettes de leur Etat, mais aussi, eu égard à l'intégration financière due à la création de la Zone Euro, des autres Etats de la zone. Lorsque certains de ces Etats sont considérés comme surendettés, les actifs correspondants des banques sont alors considérés comme potentiellement toxiques. S'enclenche alors le cercle vicieux suivant : les marchés financiers se méfient des banques considérées et leur prêtent beaucoup plus cher ou beaucoup moins de capitaux, ce qui les fragilise beaucoup. C'est ainsi que les Etats apparaissent encore plus affaiblis, car éventuellement dans l'obligation de sauver leurs propres banques. Ce qui déclenche à nouveau une méfiance accrue vis-à-vis de ces mêmes banques.

Nous sommes sortis de ces deux cercles vicieux fatals grâce à deux mesures. La première : Mario Draghi lance un vaste programme de fourniture de liquidité aux banques européennes (VLTRO) et, plus encore, énonce à l'été 2012 que la Banque Centrale Européenne pourra acheter la dette publique des Etats de la Zone Euro dès lors que leur taux d'intérêt serait trop élevé et s'éloignerait spéculativement de leur taux d'équilibre. Mario Draghi ajoute : « Whatever it takes ». Par cette annonce, le Président de la BCE a réussi à dompter les marchés, permettant ainsi aux taux d'intérêts longs des Etats en difficultés de revenir sur une trajectoire bien plus soutenable, c'est-à-dire à un niveau plus proche de celui de la croissance économique nominale. La BCE détient in fine significativement moins de dette publique des Etats membres que réciproquement la Banque d'Angleterre ou que la FED.

La deuxième a été la mise en place de l'union bancaire européenne. Celle-là comprend trois éléments. Tout d'abord, pour qu'une solidarité puisse s'exercer valablement, il convient

d'accepter une supervision au niveau fédéral. C'est ainsi que la supervision des grandes banques européennes s'est déplacée du niveau national au niveau fédéral, au siège de la BCE à Francfort. La solidarité quant à elle s'exerce à deux niveaux. Après avoir appliqué des règles de « bail in », soit de renflouement des banques en difficulté par leurs propres actionnaires et créanciers, pourra intervenir un fonds mutualisé entre les banques européennes pour sauver la banque qui connaîtrait encore des difficultés sérieuses. Second pilier de la solidarité : un fonds de garantie interbancaire des dépôts des clients.

III) Enseignements et perspectives

Pour conclure, peut-on penser aujourd'hui que tous les problèmes de fond de la Zone Euro sont résolus ? La confiance à court terme est de mise, principalement parce que la BCE est crédible dans sa volonté d'intervention, si la situation devait empirer. Pourtant les pays considérés de la Zone Euro parviendront-ils à redresser leur situation, grâce au temps que Mario Draghi leur a acheté avec beaucoup de talent ? De nombreux pays dits « périphériques » de la zone ont redressé significativement leur solde de balance courante. Le temps semble jouer favorablement. Mais si l'on y regarde de plus près, c'est essentiellement, comme nous l'avons noté précédemment, la baisse de la demande qui a joué. La restructuration des appareils productifs et la réindustrialisation, si elle se fait, ne pourra se faire que lentement. Le désendettement des acteurs économiques, privés ou publics, prend également du temps. La conséquence en est un niveau de croissance très bas pour une durée significative, avec des taux de chômage en corrélation. Les questions portent donc sur la patience des populations quant à ces phénomènes durables. La montée des populismes et du sentiment anti-européen n'y est pas étrangère. A nouveau, il ne s'agit en aucun cas d'une mise en cause des réformes structurelles trop longtemps repoussées et strictement nécessaires, mais de la difficulté d'abaisser les dépenses et de provoquer le désendettement dans de nombreux pays simultanément et à un rythme élevé.

Enfin, reverra-t-on des crises financières ? Notre opinion est qu'elles sont inéluctables dans le monde tel qu'il est. D'une part parce que la finance est intrinsèquement instable et que l'on vit depuis trente ans des cycles financiers faisant se succéder des phases euphoriques avec des bulles de crédit comme du prix des actifs patrimoniaux – actions et immobilier notamment –, et des phases dépressives avec éclatement de ces mêmes bulles, réapparition des crises de liquidité, donc avec des crises financières majeures.

Les réglementations financières et bancaires sont nécessaires, mais à supposer qu'elles soient parfaitement efficaces, elles ne tendraient qu'à adoucir les hauts et les bas, sans pour autant abolir la succession de ces phases. D'autre part, les réglementations prudentielles elles-mêmes ne sont pas exemptes d'erreurs. De temps en temps, elles tentent de corriger les causes de la crise précédente avec une sous-estimation des causes futures. Enfin, certaines

réglementations excessives ou mal calibrées peuvent elles-mêmes accroître la pro-cyclicité de la finance, voire engendrer les prochaines crises.

Il est à notre avis ainsi possible d'atténuer l'instabilité financière par de bonnes mesures et une bonne réglementation prudentielle, mais illusoire de prétendre la supprimer. De même, il est absolument indispensable de réglementer les banques. Mais, il serait dangereux de vouloir trop abaisser le niveau de risque pris par elles, alors que leur utilité économique et sociale réside dans le fait même d'être des centrales de risque - de crédit, de taux d'intérêt, de liquidité, etc.- et de gérer ces risques professionnellement et de façon supervisée. Ce serait très certainement provoquer une instabilité bien plus grande encore que de repousser ces risques hors des banques sur du « shadow banking » et hedge funds peu ou pas contrôlés ou sur les entreprises et les ménages eux-mêmes qui ne sont pas armés pour le faire.

Olivier KLEIN
Directeur Général de Banque
Professeur d'économie et de finance à HEC